

Politica Economica dell'Unione Europea



Michele Sabatino
(michele.sabatino@unibas.it)
A.A. 2021/2022
UniBas

Il Trattato di Maastricht

- Proprio la crisi della SME fece paradossalmente capire la **necessità di una unione monetaria**. L'altra soluzione estrema – cambi totalmente flessibili – era incompatibile con l'unione doganale ed il mercato unico
 - Trilemma di Mundell (1986) non è possibile che si verifichino contemporaneamente: 1) regime di cambi fissi 2) perfetta mobilità di capitali 3) autonomia della politica monetaria
 - “**Quartetto inconciliabile**” (formulato da Padoa Schioppa) tra: (1) libero commercio, (2) libero movimento di capitali, (3) tassi di cambio quasi-fissi, (4) politiche monetarie indipendenti.
- Il **Trattato** fu adottato nel dicembre 1991 e firmato a **Maastricht** il 7 febbraio 1992. Dopo le ratifiche nazionali entrò in vigore il 1.11.1993.
- Il suo obiettivo principale è la costituzione di un'**Unione Economica e Monetaria (UEM)** attraverso:
 - il completamento delle **quattro liberalizzazioni** previste dal Mercato Unico (merci, servizi, persone e capitali);
 - l'accentuazione della **politica della concorrenza**;
 - il rafforzamento delle **politiche strutturali e regionali** (istituzione del nuovo Fondo di coesione);
 - il **coordinamento delle politiche macroeconomiche** nazionali.
- Altri obiettivi esplicitati nel Trattato:
 - cittadinanza europea e relativi diritti, comune sicurezza interna, cooperazione in tema di difesa, politica estera, ecc. (rinviato invece il “Protocollo sociale”).

Il trattato di Maastricht

- Il 7 febbraio 1992 viene firmato il Trattato di Maastricht.
- Il trattato introduce due politiche di cooperazione nuove di zecca: **CGAI (Giustizia e affari interni)** e **PESC (Politica estera e sicurezza comune)**; queste si aggiungono alla Comunità europea (risultante delle istituzioni precedenti, CEE, CECA ed EURATOM). Su questa serie di istituzioni si deve fondare l'**UNIONE EUROPEA**.

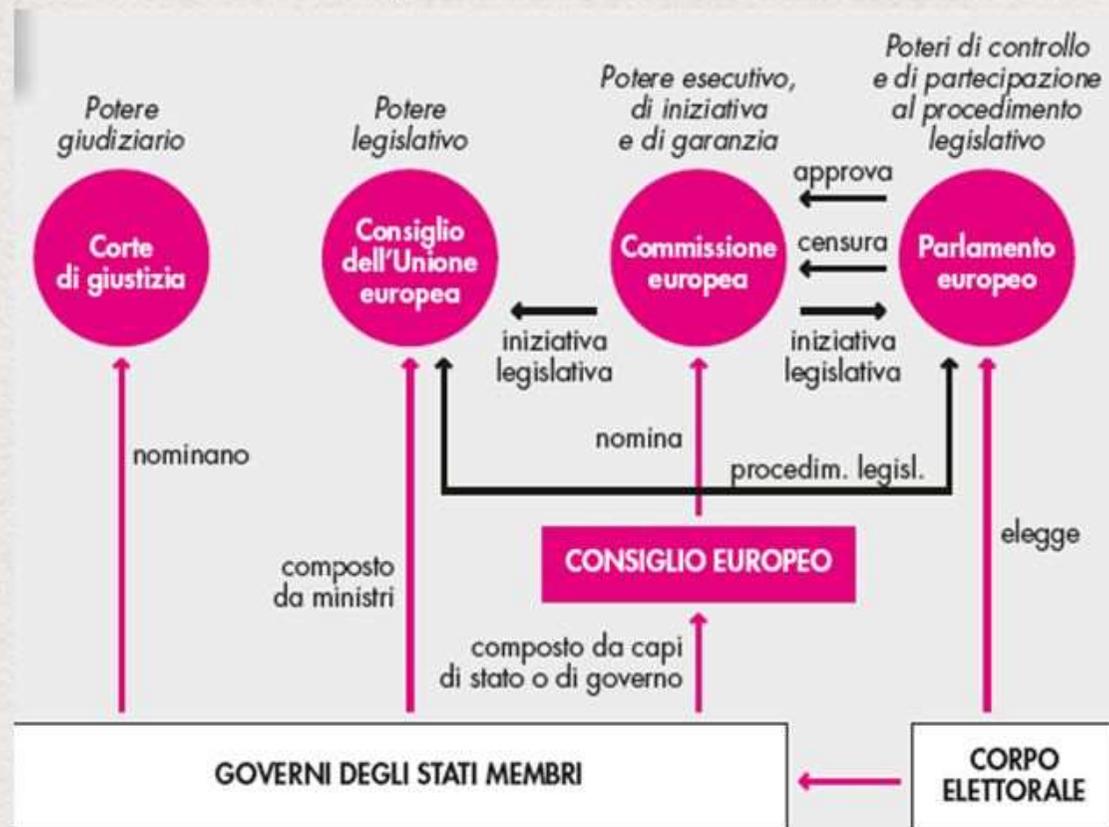


Il trattato di Maastricht

- A differenza di un usuale stato moderno, l'UE si caratterizza per l'assenza del principio di separazione dei poteri: i poteri, piuttosto che essere divisi fra organi diversi, vengono esercitati in maniera congiunta da più organi. La struttura delle istituzioni è la seguente:
- il **Consiglio Europeo**, che riunisce i capi di governo e di stato dei paesi membri: fissa le linee guida per la politica dell'unione;
- il **Consiglio dell'Unione europea**, consiglio dei ministri dei paesi d'Europa, la cui composizione varia a seconda dell'argomento da affrontare: agisce entro i limiti stabiliti dal Consiglio Europeo;
- la **Commissione europea**: è il vero e proprio governo dell'Europa, la cui azione è limitata dalle scelte del Consiglio e dalle clausole dei trattati;
- il **Parlamento Europeo**, eletto a suffragio universale, con limitata capacità legislativa: ha principalmente funzioni di controllo;
- la **Corte di giustizia delle Comunità europee**: ha il compito di assicurare il rispetto del diritto comunitario e della sua corretta interpretazione.
- la **Corte dei conti europea** è una corte di giudici fiscali: controlla la correttezza del bilancio della UE;
- il **Comitato economico e sociale** e il Comitato della CECA: si tratta di organi consultivi di tipo tecnico;
- il **Comitato delle regioni**: è l'organo di raccordo fra la Commissione e gli enti locali degli stati membri;
- la **Banca europea degli investimenti (BEI)**: banca che cura gli investimenti in settori rilevanti dell'economia pubblica;
- Istituto Monetario Europeo (poi **Banca centrale europea**), con giurisdizione sulle questioni monetarie e fiscali: una nuova Banca Centrale.

L'unione europea

Gli organi dell'Unione europea



TRATTATO DI MAASTRICHT

I tre pilastri dell'UE

UNIONE EUROPEA

CE+
CECA+
EURATOM

**Politica estera
e di sicurezza
comune
(PESC)**

**Cooperazione
giudiziaria e di
polizia in
materia penale**

Il trattato di Maastricht

- L'UE ha competenze più ampie della vecchia CEE e si avvale del principio di sussidiarietà.
- La **PESC** ha come obiettivo quello di portare l'Europa a formulare una politica di difesa comune che in futuro possa anche diventare una difesa comune vera e propria; quello di promuovere la pace internazionale e difendere i valori comuni e gli interessi fondamentali dell'indipendenza europea; inoltre mettere in atto un collegamento fra l'UE e l'UEO.
- Il **CGAI** fissa i parametri per la collaborazione intergovernativa nei settori giudiziari e di polizia.
- **La cittadinanza europea** si aggiunge alla cittadinanza nazionale – è cittadino europeo chiunque sia cittadino di uno degli stati membri.
- Con il trattato di Maastricht la forma istituzionale dell'UE raggiunge una certa stabilità, ed è presumibile che manterrà questa forma per un buon periodo di tempo.

PREPARATIVI PER L'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA



INTEGRAZIONE EUROPEA

1969 PIANO BARRE

1970 RAPPORTO WERNER
sull'unione economica e monetaria

1979 SME
Sistema monetario europeo

1986 ATTO UNICO EUROPEO

1988 RAPPORTO DELORS



1999/2002
Introduzione dell'**EURO**

Le tre fasi dell'unione monetaria

- Riguardo all'Unione Monetaria (UM), il Trattato accoglie i principi del **gradualismo** e della **condizionalità** (come suggerito dal "Rapporto Delors" del 1989).
- **1° fase (1990-93):**
 - divieto alle restrizioni ai **movimenti di capitali**;
 - valute all'interno della **banda stretta** dello SME;
 - **coordinamento** delle politiche macroeconomiche ed aumento dei fondi strutturali
- **2° fase (1994-98):**
 - costituzione dell'Istituto Monetario Europeo (**IME**);
 - adattamento delle **legislazioni sulle banche centrali** nazionali ai principi dell'UME (indipendenza, ecc.)
 - **divieto dei finanziamenti monetari** dei disavanzi o del sostegno da parte di altri Stati (**no bail-out**)
 - preparazione della normativa comunitaria necessaria per la **futura introduzione dell'euro** (così fu denominata la nuova valuta nel Consiglio europeo del dicembre 1995)
 - verifica dei **criteri di convergenza** per il passaggio al terzo stadio
- **3° fase (dal 1999) → stadio finale dopo verifica di criteri di convergenza**

TRE FASI DELL'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA



INTEGRAZIONE EUROPEA

1 1° luglio 1990:
abolizione di tutte le restrizioni
alla circolazione dei capitali



2 1° gennaio 1994: fondazione
dell'Istituto monetario europeo,
predecessore della BCE

3 1° gennaio 1999:
fissazione irrevocabile dei tassi di conversione,
trasferimento delle competenze di politica monetaria alla BCE



1° gennaio 2002:
introduzione delle banconote
e monete in euro

I criteri di convergenza di Maastricht

- Per l'ammissione alla 3° fase, i paesi dovevano rispettare dei **criteri di convergenza**:
 - I. **tasso d'inflazione** annuo (in termini di prezzi al consumo, IACP) non superiore dell'1,5% a quello dei tre paesi con meno inflazione
 - II. **tasso d'interesse nominale sui titoli pubblici** a lungo termine non superiore del 2% a quello dei tre paesi meno inflazionistici
 - III. **disavanzo pubblico** (indebitamento della pubblica amministrazione) non superiore al 3% del pil, a meno di situazioni eccezionali e temporanee
 - IV. **debito pubblico** non superiore al 60% del pil, o comunque in fase di riduzione verso il valore di riferimento
 - V. **tasso di cambio** all'interno della banda di oscillazione normale dello SME, almeno per un biennio (ossia assenza di svalutazioni o riallineamenti).
- Il criterio sull'inflazione posto per assicurare che i paesi candidati alla UME manifestassero preferenze (sull'inflazione) uguali a quelle tedesche già dell'ingresso → La curva di indifferenza del policy-maker tedesco era del tipo *hard-nosed*



Unione economica e monetaria



Stabilità
dei prezzi



Convergenza dei
tassi di interesse



Disciplina
di bilancio

Stabilità
del cambio



Verifica dei criteri e avvio dell'UME

- La verifica dei criteri fu fatta nel Consiglio europeo straordinario del 3 maggio 1998. L'elenco degli **ammessi** comprendeva **11 paesi** (sui 15 allora facenti parte dell'UE, la Grecia era l'unico paese escluso)
 - Al Regno Unito (come pure alla Danimarca) era stata invece concessa la clausola **opting-out**, Svezia si era volontariamente autoesclusa, non chiedendo l'adesione allo SME
- Le ammissioni successive riguardarono (per un totale di **19 paesi** sui 27 membri UE):
 - Grecia (2001), Slovenia (2007), Cipro e Malta (2008), Slovacchia (2009), Estonia (2011), Lettonia (2014), Lituania (2015).
- Lo stadio finale dell'UME (dal 1.1.1999) si caratterizza per:
 - piena convertibilità delle monete e **tassi di cambio fissati irrevocabilmente** → per evitare attacchi speculativi il Consiglio europeo anticipò al maggio 1998 la fissazione dei tassi di cambio
 - successiva **introduzione della nuova moneta comune, l'euro**; la circolazione delle banconote e delle monete metalliche in euro è avvenuta il **1° gennaio 2002**;
 - nuove istituzioni (BCE, SEBC, ecc.) responsabili per la **politica monetaria europea**,
 - regole sui bilanci pubblici (Patto di Stabilità).

Perché l'euro?

- Molti puntavano al valore simbolico della moneta unica dopo mezzo secolo di guerre all'interno dell'Europa nella prima parte del 900
- Ma è chiaro che quel che conta sono i **vantaggi economici**: una moneta comune insieme alla rimozione di tutti gli altri ostacoli ai movimenti di beni e di fattori produttivi avrebbero fatto di questa area una delle aree economiche più potenti del mondo.
- I detrattori ritengono che il simbolismo dell'euro può portare **costi molto elevati**: una moneta comune significa un tasso di interesse comune e una politica monetaria comune.

VANTAGGI DELL'EURO



INTEGRAZIONE EUROPEA

Stabilità del
potere di acquisto

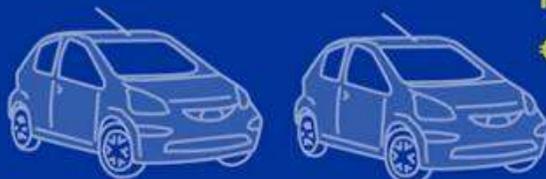


Eliminazione dei
costi di transazione



Trasparenza dei prezzi

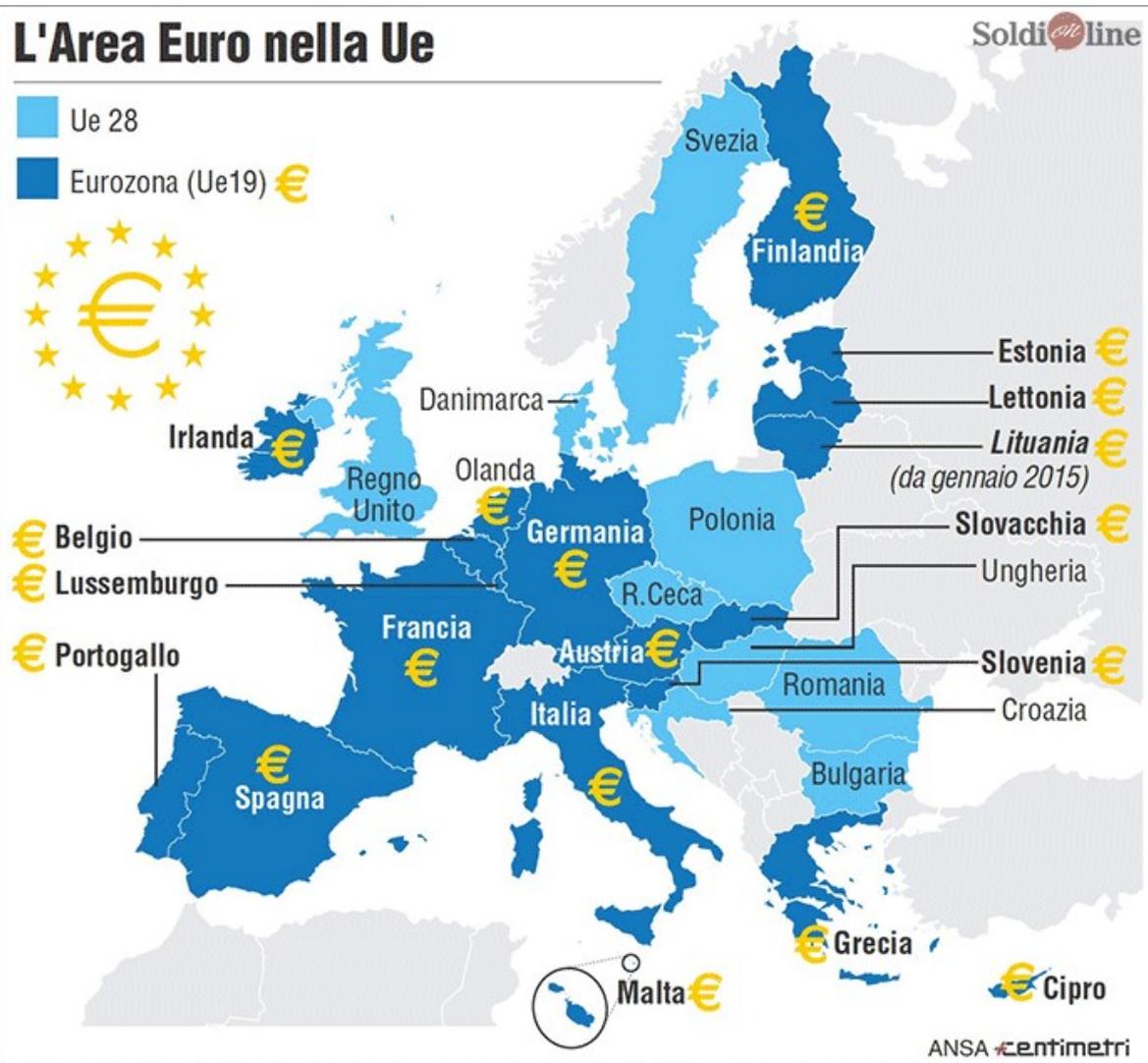
Paese A
€ 13.247



Paese B
€ 10.738

Eliminazione del
rischio di cambio





L'Euro

- Nel 1999, 11 degli allora 15 paesi membri dell'Unione europea, facenti parte del Sistema Monetario Europeo, hanno adottato una moneta unica: l'euro.
- Nel 2007, con la **Slovenia**, i Paesi dell'eurozona sono diventati 13. Nel 2008, anche **Cipro e Malta** hanno adottato la divisa comune: l'eurozona contava 15 paesi. Nel 2009, con l'ingresso della **Slovacchia**, i Paesi dell'eurozona erano 16. Anche l'**Estonia**, nel 2011 ha fatto il suo ingresso nell'eurozona. Nel 2014 è entrata la **Lettonia**, e nel 2015 la Lituania. L'euro oggi conta 19 membri.

INTRODUZIONE DELLE BANCONOTE E MONETE IN EURO: EFFETTI SUI PREZZI



INTEGRAZIONE EUROPEA

Tasso di inflazione complessivo nel 2002: **2,3%**



Tasso di inflazione complessivo nel 2002

Inflazione direttamente collegata all'introduzione delle banconote e monete in euro

Inflazione non collegata all'introduzione delle banconote e monete in euro, ossia:

- normale aumento dei prezzi
- forti rincari del greggio e della benzina
- forti rincari dei prodotti ortofrutticoli



ma:

- aspettative negative
- alcuni rivenditori al dettaglio hanno approfittato della sostituzione del contante
- livello dei prezzi "congelato nel passato" che viene ricordato nelle precedenti valute nazionali



Elevata inflazione percepita

INTEGRAZIONE FINANZIARIA DELL'AREA DELL'EURO



INTEGRAZIONE EUROPEA

L'integrazione dei mercati, delle infrastrutture
e delle istituzioni nel settore finanziario

- dà luogo a economie di scala, una più ampia
varietà di prodotti finanziari a costi più contenuti
- migliora la trasmissione degli impulsi
di politica monetaria
- contribuisce a preservare la stabilità
finanziaria e il regolare funzionamento
dei sistemi di pagamento.



CARATTERISTICHE ESSENZIALI DELL'AREA DELL'EURO



INTEGRAZIONE EUROPEA

				
Popolazione (milioni di abitanti)	331	502	310	128
PIL (PPA, migliaia di miliardi di €)	9,2	12,9	11,9	3,5
PIL pro capite (PPA, migliaia di €)	27,7	25,7	38,3	27,3
Quota del PIL mondiale (PPA, %)	14,6	20,5	19,7	5,8
Esportazioni (beni e servizi, % del PIL)	22,6	15,5	12,5	15,9
Investimenti fissi lordi (% del PIL)	19,0	18,4	15,5	20,5
Risparmio lordo (% del PIL)	18,5*	18,1	11,6	24,9**

* €-16 ** Dato relativo al 2008

Fonti per l'area dell'euro e l'UE: BCE, Eurostat, dati nazionali, FMI ed elaborazioni della BCE; per gli Stati Uniti e il Giappone: fonti nazionali, FMI.

Strategia di Maastricht e ciclo economico europeo

- La “strategia di Maastricht” è stata accompagnata a **politiche monetarie rigorose** (per il rispetto dei criteri sull’inflazione e sul cambio) e politiche di **risanamento fiscale** (per il rispetto dei criteri sul disavanzo e sul debito).
- Secondo alcuni (De Grauwe) ciò ha determinato **spinte deflazionistiche**, che hanno penalizzato la crescita economica ed un aumento della **disoccupazione** (che poi è divenuta strutturale). In realtà, le politiche di risanamento fiscale ($\downarrow D$) possono avere:
 - **effetti keynesiani**, che portano a ridurre la domanda aggregata ed il reddito, nonché un successivo peggioramento del disavanzo pubblico: $\downarrow G$ o $\uparrow T \Rightarrow \downarrow Y$ (poi $\uparrow D$ per gli stabilizzatori automatici);
 - **effetti non-keynesiani**, che si riferiscono alle migliorate aspettative quando sono intraprese credibili azioni di risanamento: $\downarrow D \Rightarrow \downarrow T^e$ e $\downarrow i \Rightarrow \uparrow C$ e $\uparrow i \Rightarrow \uparrow Y$).
- E’ probabile che la strategia “deflazionistica” di Maastricht, perseguita **simultaneamente** in molti paesi, abbia determinato un rallentamento nella crescita
 - Similitudini con **situazione post crisi 2009** (effetti ancor più accentuati!)

L'ammissione dell'Italia all'UME

- L'Italia ancora all'inizio del 1996 veniva data certamente per esclusa: inflazione decrescente ma ancora elevata, alti disavanzi e debiti pubblici, ancora fuori dallo SME, ecc.
- Essa cominciò a vincere la scommessa solamente nell'autunno di quell'anno, grazie a: (i) pesante **manovra finanziaria** ("tassa per l'Europa"); (ii) maggiore **credibilità** e discesa **tassi**; (iii) **riammissione nello SME** nel novembre 1996; (iv) **riduzione del tasso d'inflazione**
 - Fino all'1,7% nel 1997, il livello più basso dei precedenti 30 anni. Nello stesso anno, **avanzo primario** senza precedenti (6,8%).
- Bonus di **credibilità**: politiche di risanamento più decise \Rightarrow rispetto tendenziale dei criteri \Rightarrow \uparrow credibilità ammissione \Rightarrow \downarrow tassi d'interesse \Rightarrow \downarrow disavanzi pubblici \Rightarrow rispetto effettivo dei criteri di Maastricht (a parte il criterio del debito).
 - Lo **spread**, pari a 440 punti base nel marzo 1996, era sceso a 30-40 punti nella primavera 1997, per poi avvicinarsi a zero nel maggio 1998.

Teoria delle aree valutarie ottimali

- È vantaggioso per un paese partecipare ad un'unione monetaria? Secondo la **teoria delle aree valutarie ottimali (AVO)**, la risposta è positiva quando i benefici derivanti dall'UM superano i costi.
 - La teoria, nota in inglese come optimal currency areas (OCA), prese le mosse negli anni '50-60, con i contributi di Mundell.
- I **costi** sono prevalentemente **macroeconomici**: si riferiscono alla perdita dello strumento del cambio e di politiche monetarie indipendenti.
- I **benefici** sono principalmente di tipo **microeconomico**: essi includono soprattutto l'abbattimento dei costi di transazione e l'eliminazione del rischio di cambio.
- Questi benefici sono rilevanti per economie molto **integrate** (ossia con un elevato **grado di apertura** reciproco, ad es. in % del PIL).
 - Vi possono anche essere **benefici macroeconomici**: in un regime di cambi fissi (credibilità antinflazionistica "presa a prestito" dal paese ancora del sistema, disciplina monetaria che rafforza l'obiettivo della stabilità dei prezzi) sono rafforzati nelle UM.
 - Inoltre, soprattutto per i paesi devianti, benefici nella fase di **transizione** ($\downarrow\pi$, $\downarrow i$ ed anche \downarrow disavanzo pubblico).

I benefici microeconomici

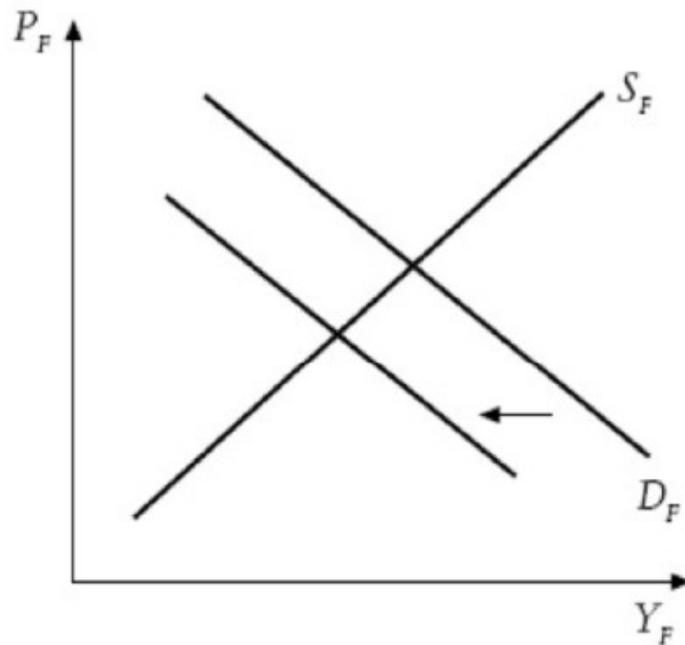
- **L'eliminazione dei costi di transazione** – commissioni e costi indiretti per il cambio delle valute – corrisponde ad un guadagno netto di benessere per l'intera collettività.
 - I benefici riguardano il **commercio** di beni e servizi (incluso il turismo), i flussi di **persone**, i movimenti di **capitale** → In uno studio del 1990, la Commissione aveva stimato tale vantaggio compreso tra lo 0,25% e lo 0,5% annuo del PIL.
 - **Effetti indiretti**: maggior trasparenza e **concorrenza** nei mercati (riduzione delle segmentazioni tra mercati nazionali, minor discriminazione di prezzo) → Maggior concorrenza significa **minori prezzi per i consumatori**, stimolo agli investimenti e alla crescita.
- **Eliminazione del rischio di cambio**, che favorisce il commercio internazionale e la crescita economica.
 - il rischio di cambio rende meno efficiente il meccanismo dei prezzi, in quanto l'**incertezza** sui prezzi futuri rende meno attendibili i segnali per le decisioni di produzione, consumo, investimento (inclusi commercio internazionale e IDE);
 - inoltre fa aumentare il **tasso d'interesse reale**, frenando gli investimenti e deteriorandone la qualità (problemi di *moral hazard* e *adverse selection*).

I costi: la perdita dello strumento di cambio

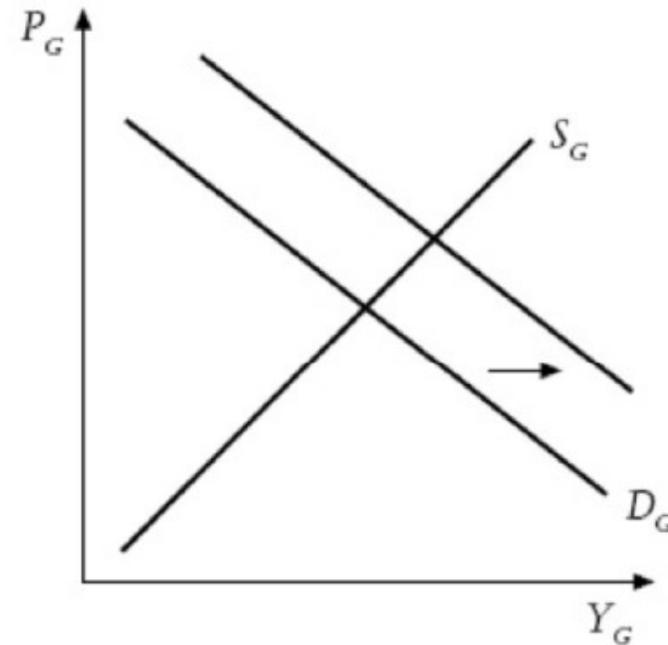
- Il **costo** principale di un'UM è dato dalla **rinuncia alla manovra del tasso di cambio**. Tale costo:
- **aumenta** al crescere della probabilità del verificarsi di **shock asimmetrici**.
- **diminuisce** invece in presenza di meccanismi di aggiustamento alternativi: **flessibilità** di prezzi e salari, **mobilità del lavoro**.
 - la **manovra del tasso di cambio è efficace solo se lo shock è asimmetrico**, ma sulla domanda aggregata (di uno specifico paese).
 - È invece inefficace con i seguenti tipi di shock: permanente, simmetrico (comune a più paesi), specifico di settore, di tipo finanziario invece che reale.

Shock asimmetrico

- Seguendo Mundell (1961), supponiamo vi sia uno **spostamento di preferenze** dei consumatori dai prodotti di un paese (Francia) a quelli di un altro paese (Germania): è questo un esempio classico di **shock asimmetrico** → $\downarrow D_F$ in Francia (con $\downarrow Y_F$ e $\downarrow P_F$) e $\uparrow D_G$ in Germania (con $\uparrow Y_G$ e $\uparrow P_G$)



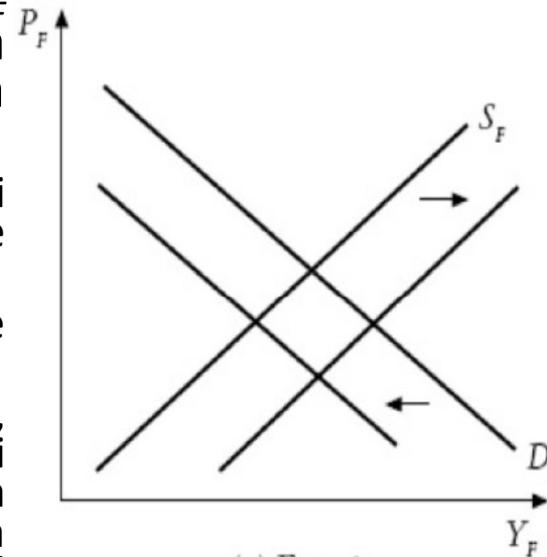
(a) Francia



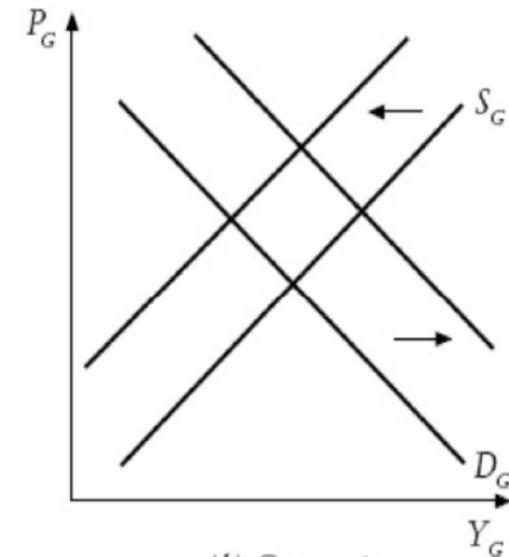
(b) Germania

Aggiustamento 'di mercato'

- Un **aggiustamento automatico** di mercato ha luogo in presenza di **flessibilità salariale** → In Francia: $\downarrow Y_F \Rightarrow \uparrow u_F \Rightarrow \downarrow W_F \Rightarrow$ la curva di offerta (S_F) si sposta in basso $\Rightarrow \uparrow Y_F$ e torna verso l'equilibrio iniziale
 - Inoltre, $\downarrow P_F$ rende più competitivi i prodotti francesi e contribuisce a $\uparrow NX_F$ e $\uparrow Y_F$
 - In Germania: modifiche opposte e simmetriche.
 - Inoltre, in presenza di **mobilità del lavoro**, dato che $\uparrow u_F$ e $\downarrow u_G$, vi sarà un flusso di lavoratori francesi disoccupati dalla Francia alla Germania; ciò eliminerà la disoccupazione in Francia e le pressioni inflazionistiche in Germania.



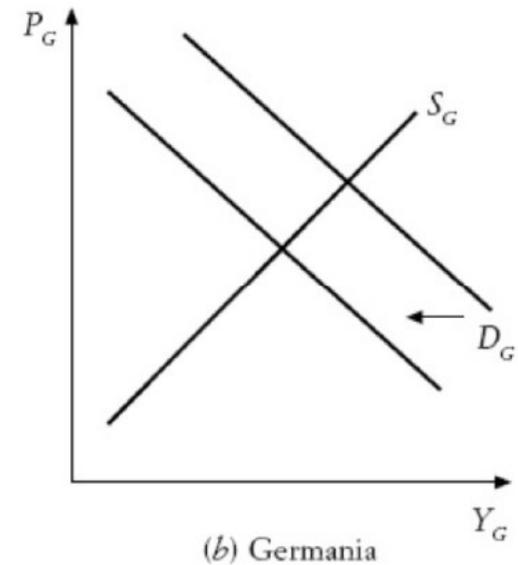
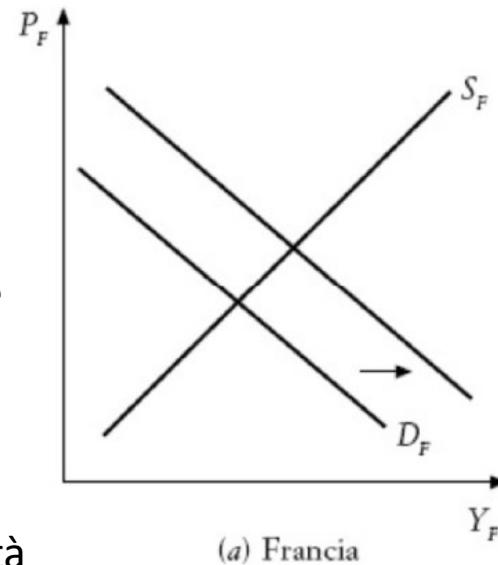
(a) Francia



(b) Germania

Aggiustamento attraverso modifica del tasso di cambio

- Un **aggiustamento** alternativo a quello di mercato è la **modifica del tasso di cambio**: nel nostro caso una svalutazione del franco rispetto al marco → La svalutazione del franco farebbe aumentare le esportazioni nette di beni francesi spostando la curva di domanda verso l'alto, mentre l'effetto opposto si osserverebbe in Germania
 - Le curve di domanda tornerebbero indietro, riportando il sistema verso l'equilibrio iniziale (anche senza flessibilità salariale e mobilità del lavoro).



Sistemi assicurativi contro shock asimmetrici

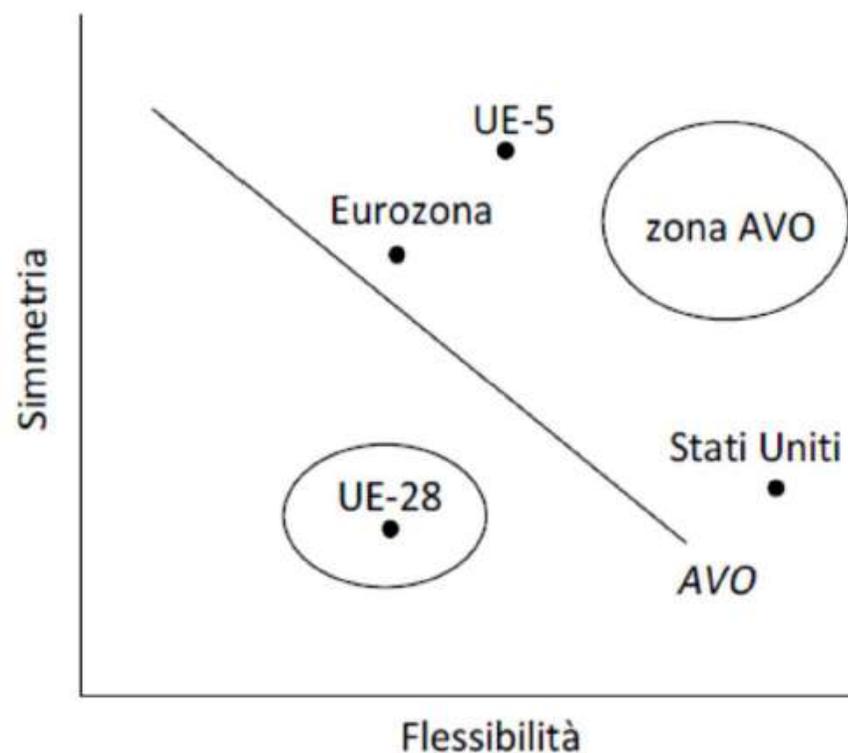
- I **sistemi assicurativi** aiutano l'aggiustamento. Quelli **pubblici** consistono nella **redistribuzione fiscale** operata dai bilanci pubblici (importante quando lo shock è temporaneo)
 - Un bilancio pubblico **centralizzato** a livello di UM attuerebbe una redistribuzione sovranazionale → Nel nostro caso, dalla Germania ($\uparrow T_G$ sfruttando il fatto che $\uparrow Y_G$) alla Francia, consentendo di sostenere con i trasferimenti la sua domanda aggregata ($\uparrow D_F$) → **non è questo il caso dell'UME**: mentre i bilanci nazionali assorbono il 40-50% del PIL dei singoli paesi, il bilancio dell'UE ammonta solo all'1% del PIL
 - Anche nel caso in cui i bilanci sono **decentrati**, lo shock potrebbe essere ammortizzato grazie agli **stabilizzatori automatici** che operano a livello nazionale, oltre ad eventuali politiche fiscali espansive, nel paese colpito negativamente dallo shock
- Un sistema assicurativo **privato** opera in un'UM con mercati finanziari ben integrati. In questo caso, lo shock negativo si distribuisce su tutti i paesi ed i **flussi di capitale** facilitano l'aggiustamento
 - In Francia lo shock causa perdite di produzione e fallimenti di imprese, le cui azioni ed obbligazioni emesse perdono valore, provocando peraltro un danno a tutti i detentori, inclusi quelli residenti in altri paesi (anche in Germania); e viceversa per le attività finanziarie emesse dai tedeschi (e possedute anche dai francesi)

Benefici e costi delle UM: una sintesi

- In conclusione, i **benefici** delle UM possono essere rilevanti per **paesi ben integrati** (ossia con elevato grado di apertura)
 - Il grado di apertura nell'UE è **umentato** nel tempo, **ma** è molto **vario**: se espresso in termini di esportazioni intracomunitarie sul PIL, varia dal 50-60% per Belgio, Olanda, alcuni paesi dell'Est, a poco più del 10% per Italia, Francia, Spagna, Regno Unito (ancor meno per Grecia e Cipro).
 - Anche i paesi con un basso grado di apertura, potrebbero però trovare vantaggioso partecipare, tenuto conto degli **altri benefici**, per esempio i benefici macroeconomici di una maggiore stabilità monetaria e finanziaria.
- Il **costo** delle UM – perdita dello strumento del cambio – può essere però notevole in presenza di **shock asimmetrici**. Elementi cruciali:
 1. La probabilità del verificarsi di questi shock aumenta se i paesi sono “diversi” ovvero se hanno un **basso grado di “simmetria”**
 - Ci si riferisce alla **divergenza nelle strutture produttive**, oltre che **nei sistemi fiscali ed istituzionali**
 2. Questo elemento può però essere compensato da un'elevata **flessibilità** (di prezzi e salari) e **mobilità** (del lavoro): anche al verificarsi di shock asimmetrici, l'aggiustamento di mercato potrebbe allora agire in modo efficace riportando verso l'equilibrio

Simmetria e flessibilità

- Possiamo quindi derivare una relazione tra **simmetria** e **flessibilità**: la **retta AVO**
- È il luogo dei punti che rappresentano combinazioni di simmetria e flessibilità che generano una **convenienza netta nulla a partecipare all'UM**
- I paesi collocati al di sopra di tale retta hanno convenienza a partecipare all'UM, quelli situati al di sotto no



L'UE è un'AVO?

- Aree valutarie a confronto:
 - Tutta l'UE-25 (o anche **UE-28**) non è ancora un'AVO, in quanto la bassa simmetria si accompagna ad una tuttora limitata flessibilità
 - lo sono alcuni sottoinsiemi, come l'**UE-5** (ossia il core dell'UE), grazie alla maggiore omogeneità interna (simmetria), nonostante una flessibilità simile
 - lo sono, in confronto, gli **Usa**, grazie alla loro maggiore flessibilità e mobilità del lavoro, nonostante una simmetria paragonabile a quella dell'intera UE (diversità tra le strutture produttive dei singoli stati)
 - dubbi sull'**Eurozona** (a 18), per la posizione dei paesi periferici
- In letteratura è stata discussa l'**endogenità dei criteri AVO**, per cui la convenienza dell'UM tenderebbe ad autorealizzarsi nel tempo, anche se inizialmente non verificata
 - secondo una "visione **ottimistica**", gli scambi di beni intracomunitari sono in gran parte del tipo "**commercio intra-industriale**"; l'ulteriore crescita del commercio (derivante dal Mercato Unico e dalla stessa unione monetaria) **renderà più simili le strutture produttive** e quindi più simmetrici gli shock
 - secondo una "visione **pessimistica**" (di P. Krugman), il crescente commercio internazionale porterà, in presenza di economie di scala statiche e dinamiche, ad una concentrazione della produzione e ad una **crescente specializzazione** dei paesi, rendendo più probabili gli shock asimmetrici

Giustificazioni per le regole di bilancio nell'UEM

- Per le **teorie AVO**, al fine di contrastare gli shock asimmetrici, i bilanci dei membri di un'unione monetaria (UM) dovrebbero essere gestiti in modo “flessibile” (alternativa ai bilanci centralizzati)
- Quali sono allora le giustificazioni del Patto di Stabilità?
 - **Esternalità negative**: un paese indebitato, specie se di grandi dimensioni, può far salire – attraverso un drenaggio sui risparmi a livello di unione – il tasso d'interesse medio dell'UM, con **spillover** ovvero esternalità negative sugli altri paesi (essi dovranno ad es. adottare politiche restrittive per far fronte agli accresciuti oneri sul debito)
 - Oppure rischi di **contagio** nel caso ci si avvicini a situazioni di **default**
 - **Incentivi a disavanzi e debiti**: in un'UM continua a pesare, sul debito dei singoli paesi, solo il premio per il rischio di inadempienza (default), non il rischio di cambio; la probabile $\downarrow i$ all'avvio dell'UM, potrebbe essere un incentivo per i governi a creare debito
 - Un altro incentivo è connesso alla possibilità che un paese faccia affidamento su un **salvataggio** da parte degli altri paesi (problema della credibilità della clausola di *no bail-out*)
 - **Interferenze con la politica monetaria**: ci potrebbero essere pressioni sulla BCE, da parte dei paesi molto indebitati, per una politica meno restrittiva, intaccando anche la credibilità anti-inflazionistica della BCE

Rischio di *default* in un'Unione Monetaria

- Un **default** e **più o meno probabile in un'UM?**
 - Secondo Mc Kinnon lo è di più, per il venir meno della possibilità di creare sorprese inflazionistiche per ridurre il valore reale del debito
 - Lo è di meno se le aspettative dei mercati finanziari migliorano all'avvio dell'UM, soprattutto se la clausola ***no bail out*** non è creduta
- All'avvio dell'UEM (1999) il **rischio di default** era molto basso, così come percepito dai mercati ed incorporato negli spread
 - Per esempio, 29 punti base per l'Italia
 - Quindi l'evidenza dei primi anni di vita dell'euro sembrava smentire l'ipotesi di Mc Kinnon

Spread sui tassi d'interesse prima e dopo l'euro

Evidenza empirica relativa all'UEM:

Il differenziale dei tassi d'interesse tra i titoli italiani e quelli tedeschi espressi nelle **valute nazionali** ($r^{\mathcal{E}}_I - r^{DM}_G$) era di 444 punti base nel marzo 1996;

nello stesso mese, il differenziale sui titoli in valuta comune ($r^{DM}_I - r^{DM}_G$) era di 81 punti: quest'ultimo è una misura del **default risk**, mentre lo scarto tra questi due differenziali rappresenta il rischio svalutazione;

il differenziale sui titoli in euro ($r^{\mathcal{E}}_I - r^{\mathcal{E}}_G$), nell'agosto 1999, era già sceso a 29 punti; ulteriormente ridotti a 17 nel 2004.

TAB.9.2. Differenziale di interesse con la Germania (titoli decennali) in punti base, 1996, 1999 e 2004

	MARZO 1996		AGOSTO 1999	SETTEMBRE 2004
	IN VALUTA NAZIONALE	IN VALUTA COMUNE (DM)	IN EURO	IN EURO
Austria			23	5
Belgio	50	27	30	8
Finlandia			26	10
Francia	37	21	11	2
Irlanda			28	-10
Italia	444	81	29	17
Paesi Bassi	4	5	15	5
Spagna	347	30	26	2
Danimarca			46	34
Svezia			58	32
Regno Unito			38	87

C'era stata una **riduzione del premio al rischio di default** già durante la convergenza verso l'UEM e nei primi anni dell'euro; quindi assenza di effetti *spillover*

Spiegazioni degli *spread* bassi

- Il **basso e decrescente livello dei differenziali** di interesse sui titoli di stato era una caratteristica dei primi anni di vita dell'UEM, **malgrado il persistere di posizioni di bilancio molto diverse**
- Se si considerano però le **variazioni** dei differenziali e dei rapporti debito/PIL, risulta che i differenziali si erano maggiormente ridotti dove i miglioramenti del rapporto debito/PIL erano stati più consistenti
- La **scarsa e poco tempestiva reazione dei mercati finanziari** alla sostenibilità dei conti pubblici era spiegata:
 - a) in parte in base alla **ricerca di rendimento** degli operatori finanziari in un contesto di tassi d'interesse molto bassi
 - b) in parte con le **modifiche nella regolamentazione** contabile e di vigilanza
 - incluse le politiche dell'Eurosistema in materia di garanzie
- Si ammetteva comunque che tale reazione può presentarsi “**con salti**” a seguito di eventi scatenanti quali le valutazioni negative da parte delle **agenzie di rating**

Iper-reazione dopo la crisi finanziaria

- A seguito della crisi finanziaria del **2008-09**, gli **spread** hanno cominciato ad **ampliarsi**
 - Andamenti **analoghi** erano però stati osservati anche **negli USA** (riguardo ai differenziali fra i rendimenti sui titoli dei singoli Stati e quelli sui buoni del Tesoro).
- È **mutata la percezione del rischio** relativa a differenti tipi di attività finanziarie (ad es. dei debiti sovrani rispetto alle obbligazioni societarie) ed a diversi paesi
 - Anche le probabilità di default, come misurate dai **credit default swaps**, sono aumentate in molti paesi. Queste probabilità appaiono correlate tra i diversi paesi, a causa del nervosismo sui mercati e del rischio di contagio
- La **crisi dei debiti sovrani**, iniziata in Grecia nella primavera del 2010 e proseguita nel 2011 contagiando altri “PIIGS”, ha causato un ulteriore e drastico innalzamento degli spread
- Necessità di introdurre – in aggiunta a strumenti ad hoc come i fondi “salva Stati” – anche **nuove regole per i bilanci**
 - Alcune regole c’erano però fin dalla costituzione dell’UEM (1999): il **Patto di Stabilità e Crescita**. Vediamo le sue caratteristiche e le sue riforme

Il Patto di Stabilità e Crescita (PSC)

- Il Patto di Stabilità e Crescita era visto come il proseguimento dei criteri di Maastricht per i paesi dell'UEM, firmato su pressioni soprattutto tedesche
- Fissa due numeri:
 - il **pareggio del bilancio pubblico** ($D=0$) come **obiettivo di medio termine (OMT)**
 - un **teito al rapporto deficit/pil pari al 3%** ($d < 3\%$), da rispettare sempre, al di sopra del quale il Consiglio può decidere sanzioni per i paesi con "deficit in eccesso" (se la raccomandazione della Commissione non viene rispettata)
 - La **sanzione** era inizialmente costituita da un deposito infruttifero, trasformato in ammenda se il deficit eccessivo permane.
- Un superamento **eccezionale, transitorio** e comunque entro valori prossimi al parametro di riferimento (3%), potrebbe non essere considerato deficit eccessivo (ad esempio per una **grave recessione**).
- Il tetto del 3% al rapporto deficit/PIL era già stato fissato dal precedente Trattato di **Maastricht** per i paesi che intendevano essere ammessi all'UEM.
- La parte preventiva (procedura dell'*early warning*) prevedeva la presentazione di **programmi annui di stabilità**, per i paesi della zona euro, e di **convergenza**, per gli altri paesi dell'UE.

Prima riforma del PSC (2005)

- **Critiche iniziali al PSC:**

- Il PSC aveva in sostanza accolto il principio del “bilancio in pareggio lungo il ciclo” ma, oltre ad essere “**stupido**”, vi era dibattito sul margine del 3% di disavanzo rispetto al PIL per consentire l’agire degli **stabilizzatori automatici**.
- Esclusa la “**golden rule**”, ossia la possibilità di effettuare in disavanzo gli investimenti pubblici.
- Non affrontava le **differenze di competitività e squilibri macroeconomici**
- Altra critica al PSC: meglio **individuare e correggere** per tempo eventuali squilibri piuttosto che punire con enormi **sanzioni** chi ha già i conti fuori controllo.
- **Valori numerici arbitrari**: il **3% per d** è compatibile (nei modelli di stato stazionario) con **60% per b** solo con una crescita nominale (g_y) del **5%** annuo.

- **La riforma del marzo 2005:**

- ha accresciuto la **discrezionalità**, riducendo ulteriormente la probabilità di applicazione di sanzioni;
- il PSC venne reso **più flessibile**, prevedendo tempi più lunghi per il rientro sotto il 3% e per il raggiungimento dell’OMT, leggermente differenziato tra paesi (con miglioramenti dello 0,5% annuo sul PIL);
- fu considerata una più vasta casistica sia per la non applicazione delle sanzioni sia nella valutazione discrezionale dei tempi concessi per l’aggiustamento
- tenendo ad es. conto dell’ammontare di **investimenti pubblici**, dell’avvio di **riforme strutturali** (anche in connessione con la strategia di Lisbona), di altre circostanze.

Criticità del PSC

- **Criticità del PSC** emerse nel primo decennio di implementazione:
 - **disavanzi pubblici** non ridotti nemmeno nelle fasi cicliche positive e **debiti pubblici** non adeguatamente diminuiti;
 - nel decennio 1999-2009, 97 casi di deficit eccessivo (solo 1/3 in presenza di recessioni gravi), ma nel decennio **nessun paese** è stato **sanzionato**;
 - nel 2004 il Consiglio europeo decise (a maggioranza) di non applicare sanzioni, che in quel caso avrebbero colpito anche Germania e Francia; problemi di **credibilità** (evidenziati dalla BCE).
- I problemi si sono aggravati con la **crisi finanziaria**.
 - La **crisi** ha mostrato, da un lato, la forte **interdipendenza delle economie europee** e, dall'altro lato, le **debolezze del sistema esistente di regolamentazione e governance**, quando erano necessari un forte e rapido coordinamento, maggiore prevenzione, appropriati meccanismi correttivi e "anti-crisi".
- I **disavanzi pubblici** sono fortemente peggiorati in quasi tutti i paesi, per: (i) i salvataggi bancari; (ii) la recessione (calo del PIL) e gli stabilizzatori automatici; (iii) i pacchetti di stimolo fiscale discrezionali.
 - Avviata la procedura della Commissione contro i disavanzi eccessivi, concordando i tempi per il rientro sotto il 3% del PIL (entro il 2012-13). Successive proroghe.
 - Ulteriore aggravamento dopo la **crisi dei debiti sovrani**: adottate nuove misure correttive. Più lento ma persistente aumento dei **debiti pubblici**.

Il nuovo PSC rafforzato

- La **crisi dei debiti sovrani** ha portato alla predisposizione di **nuove regole** per i bilanci e per le politiche macroeconomiche.
 - Già nel maggio 2010, la Commissione propose linee guida per un **più stretto coordinamento delle politiche economiche**, inclusa una sorveglianza macroeconomica, il semestre europeo, un meccanismo di gestione delle crisi.
- **Riforma del PSC** approvata dal **Consiglio europeo** (giugno 2011):
 1. Inalterati i **parametri di Maastricht**: 3% per il rapporto deficit/PIL e 60% per il debito/PIL.
 2. Nella **parte preventiva**, richiesta la **correzione** di almeno lo **0,5% annuo** dei disavanzi, verso il **pareggio del bilancio strutturale**, pari allo 0,5% del PIL (ammesso l'1% solo per i paesi con <60% il debito/PIL).
 - Introdotto anche un **vincolo sulla crescita della spesa pubblica**: la spesa reale non può crescere più del PIL potenziale di medio periodo (con vincoli più stringenti per i paesi che non hanno conseguito l'OMT, obiettivo di medio termine).
 3. Nella **parte correttiva**: maggior peso per il rientro del **debito**
 4. Nuova governance europea per gli **squilibri macroeconomici**.
 - Raccomandazioni della Commissione basate (sull'analisi di una decina di indicatori macroeconomici) e poi avvio di una "procedura per squilibri eccessivi"; possibilità di sanzioni.
 - Nel 2014 sotto osservazione l'Italia (assieme a Croazia e Slovenia) per l'alto debito pubblico e la bassa competitività (ma il surplus della BP della Germania?).

Il nuovo PSC: il rientro dal debito

- Forzare la **convergenza del rapporto debito/PIL** verso la soglia del 60%, riducendo di **almeno 1/20** l'anno l'eccesso rispetto a tale soglia.
 - Per l'Italia, con un rapporto debito/pil del 133%, significa una riduzione uguale a: $(133-60)/20=3,65$ per cento il primo anno, 3,5% il secondo, ecc.
 - Vincolo non stringente se vi è pareggio di bilancio e c'è una crescita positiva (sia reale che inflazione).
 - Verifiche a partire dal 2015, sulla base dei risultati del triennio 2012-14.
- In caso di mancato rispetto, la **procedura per deficit eccessivo** sarà semiautomatica (*reverse qualified majority voting*: occorrerà una maggioranza qualificata nel Consiglio per ribaltare una proposta della Commissione).
 - Previsto un **anticipo temporale nell'applicazione della sanzione, pari allo 0,2%** (deposito infruttifero imposto non appena avviata la procedura);
 - eventuali **multe** devolute a finanziare i nuovi Fondi di stabilità finanziaria, EFSF e ESM;
- **ma tenuto conto di altri fattori rilevanti:**
 - indebitamento del **settore privato**, debiti impliciti del sistema pensionistico; specifica struttura del debito pubblico, esposizione del sistema bancario, bassa crescita nominale;
 - scarsa trasparenza su questo punto e rischio di "contrattazioni" all'interno del Consiglio europeo.

Il Trattato sul *Fiscal Compact*

- L'acuirsi della crisi dei debiti sovrani nel 2011 ha portato ad un ulteriore rafforzamento delle regole di bilancio:
 - L'insieme delle misure legislative introdotte per riformare il PSC e attuare una nuova sorveglianza macroeconomica, è noto come **Six-Pack** ed è stato definitivamente approvato nel dicembre 2011.
 - Il **Two-Pack** (in vigore da maggio 2013) consta invece di altri due regolamenti riguardanti i paesi della **zona euro** (in particolare quelli sotto assistenza finanziaria).
- Il **Trattato (intergovernativo) sulla stabilità, coordinamento e governance nell'Unione economica e monetaria (ossia il Fiscal Compact)**:
 - proposto dalla Germania, firmato il 2 marzo 2012 da 25 stati (autoesclusi Regno U. e Repubblica Ceca); doveva essere ratificato da almeno 12 paesi;
 - dopo le ratifiche nazionali (in alcuni casi previo referendum) è entrato **in vigore il 1° gennaio 2013**.
- Circa il **contenuto**, sono confermati i parametri del PSC rafforzato. Aggiunta però la **regola che impone il pareggio di bilancio** da introdurre (entro il 1° gennaio 2014) in norme di tipo costituzionale o comunque nelle legislazioni nazionali.
 - Conta il **saldo strutturale** al netto delle misure una tantum: disavanzo minore dello 0,5% del Pil (1% per paesi con debito/PIL <60%).
 - Per l'**Italia**, approvazione definitiva (il 17.4.2012) del **nuovo art. 81** (equilibrio strutturale del bilancio dello Stato)

Il semestre europeo

- in vigore dall'inizio del 2011 con l'**obiettivo** di migliorare il coordinamento delle politiche economiche degli stati membri, attraverso il **monitoraggio reciproco e l'individuazione per tempo degli squilibri**
- Nel mese di **marzo** il **Consiglio europeo** (sulla base di un rapporto della Commissione) individua le linee guida di politica economica.
 - Il Consiglio può essere preceduto da un summit ristretto ai paesi dell'Eurozona.
 - Tra i compiti: valutare non solo la convergenza delle politiche economiche, ma anche gli squilibri in termini di competitività.
- Nel mese di **aprile**, i singoli Stati rivedono le strategie di bilancio a medio termine – nei **Programmi di Stabilità** – e delineano i **Programmi nazionali di riforma (PNR)**; questi ultimi riguardano la strategia “Europa 2020” (in Italia ciò avviene all'interno del DEF di aprile).
- In **giugno e luglio** il Consiglio, recependo le raccomandazioni della Commissione, predispone **osservazioni** sulle politiche prima che gli Stati mettano a punto i bilanci per l'anno seguente.
- Inoltre, per i paesi dell'Eurozona, il **Two-Pack** prevede che:
 - i **progetti di legge di bilancio** devono essere pubblicati entro il 15 ottobre;
 - la **Commissione europea** formula pareri (comunque entro il 30 novembre) e **può chiedere modifiche** prima dell'approvazione dei Parlamenti nazionali (entro il 31 dicembre).

Regole, austerità e crescita

- Le **riforme del PSC** attuate nel periodo 2010-13, con le nuove norme di rango perfino costituzionale (come il Fiscal Compact), erano tutte state nella direzione di un progressivo inasprimento e di **più stretti controlli**
 - il fine era di costituire un argine non solo contro possibili **comportamenti opportunistici** dei governi, ma soprattutto nei confronti della **speculazione** internazionale, che si era irrobustita dopo la crisi dei debiti sovrani.
- Continua il dibattito su misure di **austerità** vs. politiche per la **crescita**.
 - Rischio di una nuova **depressione** (cfr. Krugman) a causa di politiche restrittive adottate congiuntamente da molti paesi
 - L'Eurozona ha avuto due recessioni in un quinquennio ed a fine 2014 è entrata in deflazione.
 - La **nuova recessione** complica lo stesso aggiustamento dei **conti pubblici** ($\uparrow D/Y$ e $\uparrow B/Y$ per $\downarrow Y$) in un circolo vizioso. Rigore fiscale non espansivo e politiche **self-defeating**.
 - Le ipotesi di Reinhart and Rogoff, circa i nessi tra elevati debiti pubblici e bassa crescita, sono ribaltati nel breve periodo.
 - Lo stesso FMI considera elevati i valori dei **moltiplicatori fiscali** soprattutto nelle recessioni (non solo per $\uparrow T$ ma anche per $\downarrow G$):
 - nel breve periodo prevalgono quindi gli effetti keynesiani; anche a causa della **simultaneità** dei consolidamenti fiscali.
 - Problema del **mancato coordinamento** delle politiche di bilancio.
 - Nemmeno la Germania ha giocato il ruolo da locomotiva.
- Pur essendo il consolidamento fiscale inevitabile, al fine di ridurre il rischio di default di alcuni paesi o addirittura della stessa fine dell'euro, le politiche restrittive sono state **troppo intense, troppo prolungate e troppo estese** a più paesi contemporaneamente.
 - Gli effetti negativi sui livelli di attività sono stati sottovalutati.